

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2023/04/09

THIS WEEK'S MAGAZINE



JII PRESS



DOW JONES

1. モルガン・スタンレー成功のカギは事業構成の転換 - Inside Morgan Stanley's Success- and What's Ahead [カバーストーリー]
P.1
ゴーマンCEOの下で資産運用中心の企業に
2. 再び輝きを増すグロース株ファンド - Growth Funds Are Poised to Outshine Again. Here's How to Pick the Right Ones. [ファンド]
P.6
ファンド選択の秘訣
3. FRBへのアドバイス - El-Erian Has a Tip for the Fed. Listen to 'Hamilton.' [インタビュー]
P.9
アリアンツのエラリアン氏に聞く
4. 堅調な内容だった3月の雇用統計 - March's Decent Jobs Report Suggests One More Fed Rate Hike [経済政策]
P.12
5月のFOMCが最後の利上げとなるか
5. FRBの政策転換を待つリスク - Tired of Waiting for the Fed to Pivot? Try This Move Instead. [米国株式市場]
P.15
今はディフェンシブな姿勢を保つべき
6. 新車も中古車も価格高騰、ディーラー銘柄への影響は - New Car Prices Are Shocking. Used Ones Are Worse. [投資戦略]
P.18
サプライチェーン問題が解消しても先行き不透明
7. 超富裕層も浮足立つ。ヘッジファンドのイライラはなぜ? - The Super Rich Get Jumpy, Too. Why Hedge Funders Are on Edge. [コラム]
P.20
急激な金利上昇と銀行破綻はリッチ層にもやっかい
8. 暴落したREITを試し買いする時期 - REITs Are Battered. It Could Be Time to Nibble on a Few. [インカム投資]
P.24
REIT底入れに必要な条件と候補銘柄
9. ハイテク株の危機はヤマ場を越えた - Big Tech Is Looking Up. Earnings Could Still Hurt. [ハイテク]
P.27
これから始まる決算発表シーズンは波乱含みに
10. 今週の予定 - Gold Is Nearing an All-Time High. Here's Why. [経済関連スケジュール]
P.30
金価格は過去最高に迫る勢い。高騰する理由

※当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロonz編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

1. モルガン・スタンレー成功のカギは事業構成の転換 Inside Morgan Stanley's Success-and What's Ahead ゴーマンCEOの下で資産運用中心の企業に

[カバーストーリー]

銀行不安によるダメージは小さい



Photograph by Jeremy Liebman for Barron's

金融大手モルガン・スタンレー<MS>は、最近の銀行業界の混乱にもかかわらず、勇敢にわが道を突き進んだ。銀行不安によるダメージを一切受けていないとすれば狙い通りだろう。ジェームズ・ゴーマン最高経営責任者（CEO）の就任以来、モルガン・スタンレーは投資銀行とトレーディングから資産運用へと急速に軸足を移している。同社は近年、オンライン証券会社イー・トレードと資産運用会社イトン・パンズをはじめとする200億ドル超の買収を実施しており、さらなる銀行不安を乗り切るための備えは十分に見える。

投資家はモルガン・スタンレーのストーリーを好感している。株価は年初来横ばいで、同業のゴールドマン・サックス<GS>、バンク・オブ・アメリカ<BAC>、JPモルガン・チェース<JPM>をアウトパフォームしている。モルガン・スタンレーの過去3年間の累積リターン（配当を含む）は170%で、S&P500指数の2倍超に上り、同業他社を上回る。株価有形純資産倍率は2.1倍、2023年予想PER（株価収益率）は12倍とほとんどの同業他社より高い。時価総額は1410億ドルで、ゴールドマン、金融持ち株会社シティグループ<C>、オンライン証券大手チャールズ・シュワブ<SCHW>を上回る。

モルガン・スタンレーは、ゴーマン氏の下で、以前よりバランスの良い事業構成となっている。非金利収入の約44%は資産運用事業によるもので、この割合は2013年の30%や2020年の34%から上昇している。預金は3510億ドルに急増しており、金利上昇に伴う金利収入の増加を後押ししている。モルガン・スタンレーの運用資産額は、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の間に、主に買収によって約1兆ドルの純増となっており、手数料収入が大幅に増加している。昨年は市場の低迷と金利の急上昇によって純利益は27%減少したが、最大のライバルであるゴールドマンの48%減ほど悪くはない。

他の大手銀行と同様に、モルガン・スタンレーも、金利上昇や投資銀行市場と債券・株式発行市場の低迷による圧力を感じている。アナリストは、4月19日発表の四半期決算において、収入が前年同期比4.3%減少すると予想している。投資銀行・法人向け証券部門は2桁の減収で、資産運用部門の増収によって一部相殺される見込みだ。

ゴーマン氏は今後10年で顧客資産を約2倍の10兆ドルに増やすことを目指している。収入についても、今年の推定額566億ドルからほぼ倍増させることが可能だと考えている。この目標を達成するには、市場の復活が必要だ。金利高によって、債券価格と株価が低迷するだけでなく、企業の買収・合併（M&A）、証券の引き受け、資産運用手数料収入の伸びが停滞している。64歳のゴーマン氏の後継者問題もある。

それでも、モルガン・スタンレーは堅固な事業基盤を持っているため、目標を達成できる可能性は十分にある。また、市場の低迷によって、投資顧問会社をさらに買収する機会が生まれるかもしれない。モルガン・スタンレーの2024年予想PERは約10.5倍と過度に割高ではなく、配当利回りは3.7%と健全だ。複数のアナリストは、モルガン・スタンレーの手数料収入がゴーマン氏の下で増え続けることはほぼ確実と考えており、投資銀行事業の案件数も金利環境の安定化につれて回復しつつある。

大規模化と手数料収入を追求



Gabriel Pevide/Getty Images for Morgan Stanley

現在のモルガン・スタンレーは、大手資産運用会社を作り替えるというゴーマン氏のビジョンを反映している。ゴーマン氏は2009年、投資銀行スミス・バーニーの買収において必要不可欠な役割を果たした。これにより、金融危機に乗じて数千人のファイナンシャルアドバイザーを傘下に収め、顧客資産を1兆7000億ドルへ拡大した。その後は小規模の企業買収を続け、2022年末時点の管理資産残高は合計5兆5000億ドルに上る。

モルガン・スタンレーのテーマは大規模化と手数料収入の成長だ。ゴーマン氏は、自社ヘッジファンドやコモディティー現物取引など、不安定な事業を処分した。ゴーマン氏の目標は、販売店を傘下に置く自動車メーカーや、映画館を所有する映画制作会社のように、包括的なプラットフォームを生み出し、米国資産運用業界という「大きな舞台」で事業を展開することだという。

ゴーマン氏は本誌に「私は規模の経済の力を信じている」と語る。ゴーマン氏によると、世界全体の株式トレーディング収入の5分の1はモルガン・スタンレーのプライムブローカー業務経由で生み出されている。ゴーマン氏は「当社と話をしたくない政府投資ファンドや年金基金は存在しない。われわれはそれほど巨大なのだ」と言う。

預金と運用資産の基盤が成長したことで、収入は予測しやすくなっている。中核事業は依然として投資銀行・法人向け証券部門だが、資産運用部門が収入の約50%を占めるため、景気減速の影響を受けにくい。一方でゴーマン氏は、2022年は低調だった投資銀行事業についても、企業が間もなく金利見通しに確信を持てるようになり、取引が回復するという楽観的な見方を取る。

投資銀行事業が回復しなくても、モルガン・スタンレーは既存顧客へのクロスセル（別の商品の提供）やアップセル（顧客の単価向上）によって成長することができる。顧客基盤には、イー・トレードの520万件の口座に加え、同社および同業のソリウム・キャピタルの買収によって獲得した好調な従業員持ち株制度事業が含まれる。モルガン・スタンレーはS&P500指数構成企業の40%の持ち株制度を管理しており、それがウエルスマネジメント（個人向け資産運用）部門にとっての多数の見込み客を生み出している。

ゴーマン氏にとって最大のライバルであるゴールドマンとの違いは対照的だ。ゴールドマンは依然と

して強大な投資銀行であり、投資顧問サービスを強化するための買収も数件実施している。しかし、ゴールドマンはそれ以上に多くのリソースを、個人向け銀行部門「マーカス」の確立や、2021年の金融テクノロジープラットフォーム企業グリーンスカイの買収に投じている。今のところ、こうした施策は成果を上げておらず、これまでの損失は30億ドルに上る。ゴールドマンの株式は近年、モルガン・スタンレーをアンダーパフォームしており、投資家はいら立っている。本誌はゴールドマンにコメントを求めたが、回答はなかった。

イー・トレードを通じて顧客基盤にアクセス

Forging Ahead

Morgan Stanley stock has surged past the market and many rivals.

■ Morgan Stanley ■ S&P 500 Index



Source: FactSet

ゴーマン氏は個人向けサービスのデジタルプラットフォームを長年求めていた。しかし、社内でプラットフォームを開発するよりも買収の方が簡単で効率的だと考えた。イー・トレードの買収は、当時は議論を呼んだが、現在は先見の明があったように見える。

イー・トレードの素晴らしい点は、個人証券口座から得られる収入ではなかった。株式取引手数料は業界全体で無料化されたからだ。ポイントは顧客基盤と、資産額560億ドルに上るデジタル預金口座へのアクセスにあった。これはモルガン・スタンレーにとって、ほとんどコストなしで金利収入を生み出す源泉になる。低金利の時期はあまり価値がなかったが、金利上昇に伴って利益をもたらしている。モルガン・スタンレーの昨年の純金利収入は93億ドルで、2019年の47億ドルから倍増した。

イー・トレードのもう一つの長所は株式管理事業だ。この事業では、190万件の口座で資産額3000億ドルの株式報酬制度を管理している。買収当時、イー・トレードはS&P500指数構成企業の35%の株式報酬制度を管理していた。モルガン・スタンレーの最近の投資家向けプレゼンテーションによれば、現在ではこの割合は40%に上昇しており、1200万件超の企業口座を管理している。過去3年間で受領権が確定した報酬は3500億ドルに上り、アドバイザー口座の残高は1500億ドル増加した。

ゴーマン氏は、株式管理事業の取引関係を活用する方法は数多く存在するとみている。例えば、上場を検討している企業の幹部と面談し、「当社は貴社の株式報酬制度を管理しているが、上場のプロセスも支援できる」と持ち掛けることが可能だ。ゴーマン氏は、株式管理事業を手掛けることで、以前は存在しなかった「経営陣と対話するための機会が生まれた」と語る。

ゴーマン氏の目標は、資産運用部門の運用資産額を10兆ドルとし、同部門の税引き前利益を昨年の2倍の140億ドルに増加させることだ。目標の達成には、運用資産額が3年ごとに約1兆ドル純増する必要がある。ゴーマン氏は、資産運用事業はトレーディング事業と投資銀行事業より速く成長しており、市場や金利などのマクロ要因の影響を受けにくいと語る。

新たなモルガン・スタンレーの姿は独自のものではない。バンク・オブ・アメリカの事業構成もモルガン・スタンレーと同様だ。ゴールドマンは、マーカスの成長に向けて地道に取り組んでおり、アップル<AAPL>と共同ブランドでクレジットカードを発行している。しかし、投資家はモルガン・スタンレーの方がリターンに一貫性があり、収益性も高いとみている。モルガン・スタンレーはゴールドマンとバンク・オブ・アメリカより自己資本利益率（ROE）が高く、中核事業の評価を示す株価純資産倍率（PBR）も両社を上回る。

10兆ドルの目標を達成するには、幾つかの要素が良い方向に進まなければならない。まず、株式市場は7%の平均年率リターンを取り戻す必要がある。顧客とファイナンシャルアドバイザーも維持しなければならない。自社努力で年間約3000億ドルの運用資産を増やせなければ、ゴーマン氏は再び買収に頼らざるを得ないだろう。

銀行の崩壊は好機を生み出すかもしれない。シリコンバレー銀行が破綻し、地方銀行ファースト・リパブリック・バンク<FRC>が不安定な状況にあることで、モルガン・スタンレーはこうした企業から離れた顧客やアドバイザーを引きつけやすくなる可能性がある。ゴーマン氏は、地銀からリスクが波及する兆しはないが、これらの地銀のうち独立性を維持できるのは少数だとみている。ゴーマン氏は「今後2～3年間で地銀の再編が進むだろう」と語る。

■ ゴーマンCEOの後継がポイントに

一部のアナリストは、モルガン・スタンレーが混乱から恩恵を受けているとみる。3月以降、少数のアドバイザーがファースト・リパブリックを離れてモルガン・スタンレーの傘下に入っており、その運用資産額は120億ドルを超える。ファイナンシャルアドバイザー採用会社ダイヤモンド・コンサルティングのルイス・ダイヤモンド社長は、「規模が大きい方が安全だという風潮のおかげで、現在の環境は大手銀行にとって追い風になっている」と語る。

モルガン・スタンレーが10兆ドルの運用資産額を実現するには、加入したファイナンシャルアドバイザーの生産性を維持しなければならない。アドバイザーを採用するには通常、アドバイザーの過去の年間収入の3倍に上る金額を支払う必要がある。数年間の分割払いとすることも可能だが、競争が激しい現在の環境下では、モルガン・スタンレーは人員やマーケティング予算などの見返りを提供しなければならない可能性があるというアナリストは指摘する。さらに、ダイヤモンド氏は、アドバイザーの事業拡大と顧客獲得のためにテクノロジーにも投資する必要があるとの見方を示す。



Photograph by Jeremy Liebman for Barron's

現在、資本市場の低迷は株価と業績の重荷になっている。昨年の調整後1株当たり利益（EPS）は24%減と、利益率は低下し、1株当たり純資産価額は1%減の54.55ドルとなった。ROEも低下した。その理由は、経費が高止まりした一方で、投資銀行事業とアドバイザリー事業の手数料収入が相場と共に急落したためだ。ゴーマン氏は昨年、人員を削減し、自身も給与を10%カットした。それでも報酬は3150万ドルに上る。

もう一つの重荷はリスク回避志向だ。2021年初め、モルガン・スタンレーはファミリーオフィス（富裕層の家族向け資産運用会社）のアルケゴス・キャピタルの破綻によって約10億ドルを失った。ゴーマン氏はアナリストとの電話会議で、影響の波及を防ぐためにアルケゴス関連のポジションを速やかに解消したと説明した。ゴーマン氏はアルケゴスを「特殊な事象」と述べたが、今後もファミリーオフィスとの関係を精査するという。

モルガン・スタンレーにとって重要なのは、ゴーマンCEOの退任だろう。ゴーマン氏は2022年初めの説明会で、最終的な決定は取締役会が行

うと念押しした上で、5年以内に時機を見て退任する予定だと述べた。それでもゴーマン氏は、退任前にイー・トレードなどの事業が完全に統合されることを見届けたいと強調した。投資銀行オデオン・キャピタルの銀行業界担当アナリストで、数年前にゴーマン氏と面談したことがあるというディック・ボープ氏は、「ゴーマン氏は仕事を愛しており、退任を早める理由はないだろう」と話す。

しかし、ゴーマン氏がCEOに長くとどまるほど、後継者は減るかもしれない。最高執行責任者（COO）だったジョナサン・ブルーザン氏は1月に退社した。社内の次期CEO候補は、共同社長のテッド・ピック氏、アンディ・セイパースタイン氏、投資運用事業責任者のダン・シムコウィッツ氏とみられる。ゴーマン氏は本誌に対し、次の10年がどのようなものになろうとも、モルガン・スタンレーには適切な人材が存在するようにしたいと述べ、「われわれが生み出した（モルガン・スタンレーという）マシンの成長を止めることは非常に困難だろう」と語った。

By Carleton English
(Source: Dow Jones)

2. 再び輝きを増すグロース株ファンド

[ファンド]

Growth Funds Are Poised to Outshine Again. Here's How to Pick the Right Ones.

ファンド選択の秘訣

動き始めた投資家



Dreamstime

インフレ高進と金利上昇を受け、投資家がより安全でより割安なバリュー株に避難する中、グロース株ファンドは1年以上にわたり苦戦してきたが、今や景気減速の兆しが現れ、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げも終わりに近づいていることから、復活を始めた。ただし、ファンド間の優劣は存在する。

1月の雇用統計が予想を大きく上回り、多くの投資家はインフレが鎮圧され、FRBの利上げが終わるまでの道のりはまだ長いという印象を受けた。しかし、3月のシリコンバレー銀行（SV

B）の破綻とその余波によって多くの人々が、米金融システムの安定性に懸念を抱き、FRBの金融引き締め策は既に行き過ぎなのではないかと考えるようになった。トレーダーはFRBが年内に利下げを行う確率を98%とみている。

安定した（さらには緩和基調の）金利環境は、グロース企業にとって好都合だ。投資家が、債券市場からより高リスク高リターンの投資へ資金のシフトを促されるからだ。借入れコストの低下も企業の資金調達と事業拡張を容易にする。

既に動き出した投資家もいる。3月、大型グロース株に焦点を当てた米国の上場投資信託（ETF）には38億ドルに上る新規資金が集まったが、大型バリュー株のファンドはほぼ同額を失った。

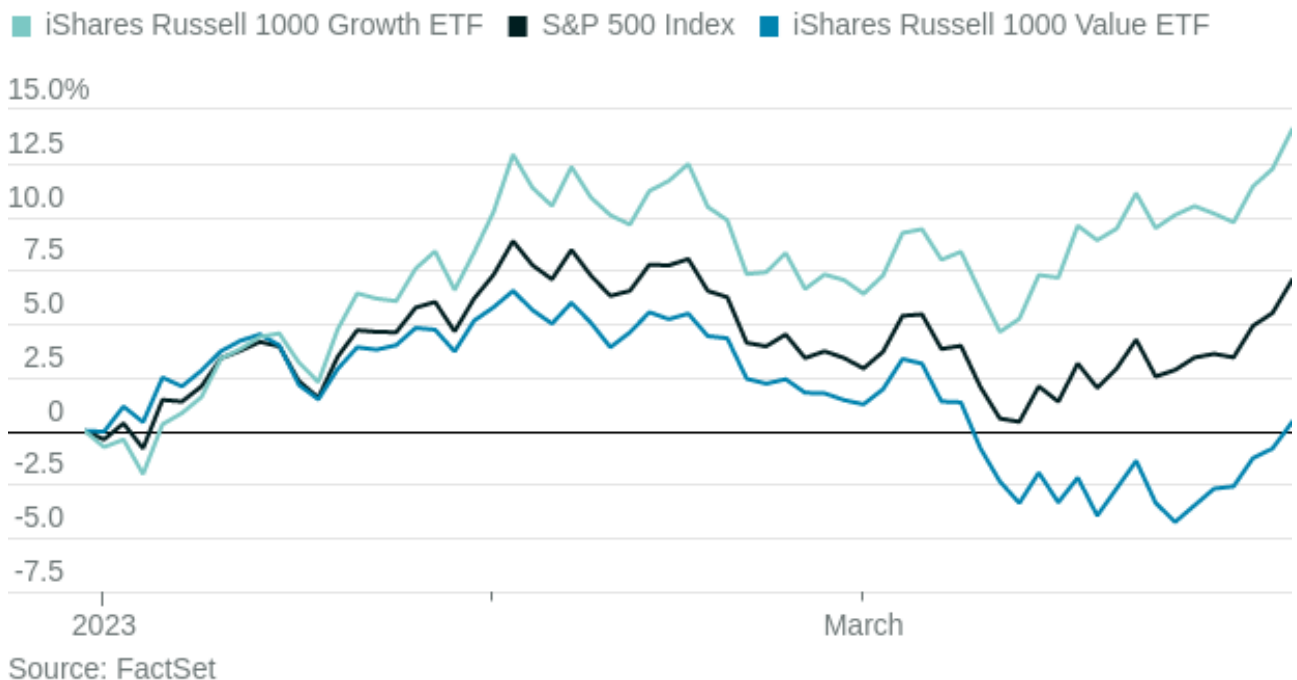
iシェアーズ・ラッセル1000グロースETF<IWF>は、2021年11月のピークから2022年末までに3分の1近い価値を失ったが、2023年第1四半期はS&P500指数の2倍となる14%のリターンを上げた。より大型のグロース株はさらに好調だ。シュワブ米国大型株グロースETF<SCHG>は第1四半期に17%、バンガード米国メガ・キャップ・グロースETF<MGK>は19%上昇した。ファクトセットによると、両ファンドの保有銘柄の加重平均時価総額は8500億ドルを超えている。

これに対し、小型グロース株ファンドは、はるかに割安であるにもかかわらず出後れている。同期間のiシェアーズS&P小型株600グロースETF<IJT>とインベスコS&P小型株600ピュア・グロースETF<RZG>の上昇率は2%を下回っている。これは、FRBの金融引き締め策によって、経済は依然としてハードランディングする可能性があるという市場の懸念を反映している。中小企業には大企業のような困難な時期を乗り切るためのリソースがなく、景気減速時にアンダーパフォームする傾向にあるからだ。

ETFは実際の資産配分に注意

Staging a Rebound

Growth funds have outperformed value funds in the first quarter after lagging for more than a year.



しかし、指数連動型ETFを通じてグロース株へのエクスポージャー取得を検討する投資家は、注意が必要だ。この1年間で市場のダイナミクスが劇的に変化したため、一部のグロース株ファンドは、過去10年間グロース株とされてきた銘柄をもちや保有していない可能性がある。

グーグルの親会社アルファベット<GOOGL>やアマゾン・ドット・コム<AMZN>などの大手ハイテク企業は「グロース企業」の象徴的な存在だった。しかし、最近銘柄の入れ替えを行ったS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスによると、両銘柄はもはや「純粋なグロース」株に分類されてはいない。売上高と利益がコロナ禍中に大きく増加し、さらにFRBの積極的な利上げに直面する中、高い成長率を維持するのは困難になっている。

一方、エクソンモービル<XOM>やシェブロン<CVX>などの化石燃料大手には幸運が巡ってきている。1年に及ぶロシアのウクライナ侵攻により世界は深刻なエネルギー危機に見舞われ、石油・ガス価格が急騰し、エネルギー企業は記録的な利益を上げている。株価が急騰したため、一部の銘柄は10年以上にわたり属していたバリュー株の世界を離れ、グロース株を代表する銘柄となった。

こうしたすべてのことが意味するのは、投資家はグロース株ETFの中身を詳細に見る必要があるということだ。かつては同様だった保有銘柄も、リバランススケジュールや銘柄選択基準の違いによって、今日では大きく異なる可能性がある。例えば、インベスコS&P500ピュア・グロースETF<RPG>は保有株の28%をエネルギー株が占め、ハイテク株はわずか14%にすぎない。一方、iシェアーズS&P 500グロースETF<IVW>は34%をハイテク株が占め、エネルギー株はわずか8%、バンガード米国メガ・キャップ・グロースETF<MGK>は50%超をハイテク株が占め、エネルギー株は1%未満、ファースト・トラスト・ラージ・キャップ・グロース・アルファDEXファンド<FTC>はハイテク株が1

6%、エネルギー株が19%だ。

■ アクティブ運用ファンド

数学的な規則に基づいて運用されるインデックスファンドではなく、アルゴリズムにはできない方法で企業評価が可能なポートフォリオマネジャーが個別に銘柄選択を行うアクティブ運用ファンドを愛好する投資家もいるだろう。

投資情報提供会社モーニングスターで資産運用会社リサーチの責任者を務めるラッセル・キンネル氏は、アクティブ運用のグロース株ファンドを選択する際の秘訣は、長期的にアウトパフォームする銘柄を探し出すために踏み込んだリサーチを行っているマネジャーと、単にテクノロジーやトレンドに関する流行語を並べ立てているだけのマネジャーを見分けることだと言う。キンネル氏は、「最初に行なければならないのは、短期的なパフォーマンスを除外することだ」と言う。そして、2022年に他のファンドをアンダーパフォームしたファンドの中で、優れた長期パフォーマンス実績のあるファンドを探す。「本当に優れたファンドが不人気になっているなら、買う格好のタイミングであることが多い」からだ。

そして、ファンドマネジャーの言うことがいかに賢く聞こえても、高額の手数料を払ってはならない。キンネル氏は、過去15年間では上位3分の1にランクされながら、2022年に下位20%に転落した、手数料がそれほど高くない三つのミューチュアルファンド、バンガード・インターナショナル・グロース・ファンド<VWIGX>、ハーバー・キャピタル・アプリケーション・ファンド<HCAIX>、ティー・ロウ・プライス・ブルーチップ・グロース・ファンド<TRBCX>を推奨する。

市場の不確実性の多さから、グロース株はすぐに反発を始めるとは限らない。投資家は株価のさらなるボラティリティに備えておく必要があるが、キンネル氏は、「大きく売り込まれてきたのであれば、今後10年間でかなりのリターンを上げるのに十分なはずだ。真のリスクは高値で買うことだ。昨年大きな調整があった後であり、私はあまり懸念していない」と見る。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

3. FRBへのアドバイス

[インタビュー]

El-Erian Has a Tip for the Fed. Listen to 'Hamilton.'
アリアンツのエラリアン氏に聞く

悲観的な見方



Photograph by Kemka Ajoku

ドイツの保険会社であるアリアンツのチーフ・エコノミック・アドバイザー、モハメド・エラリアン氏によると、米連邦準備制度理事会（FRB）は、インフレ対策が遅過ぎ、かつ実施した手段も少な過ぎるという政策ミスを行った。エラリアン氏は、FRB関係者にとって、金融および経済のアクシデントのリスクを高める悪い選択肢しか残されていないのではないかと懸念する。本誌は3月27日に、エラリアン氏と面談した。

本誌：エコノミストかつ市場ウォッチャーとして、今最も懸念していることは。

エラリアン氏：金融危機の伝播よりも経済危機の伝播を懸念している。具体的には、銀行の混乱が年内から来年早々にかけて経済への与信提供の減少につながり、リセッションだけではなくスタグフレーションのリスクをも高めているということだ。われわれには金融不安の広がりや封じ込めるための手段はあるが、経済が直面している他の逆風に加えて、与信縮小を懸念し

ている。そうなれば、経済成長はさらに実現困難になり、信用収縮に陥ってレバレッジの高いセクターに悪影響を及ぼすかもしれない。

Q：それは、世界金融危機と、どのように異なるのか。

A：世界金融危機は、銀行が互いを信頼しなかったことによる、決済とサービスのシステムの危機だった。金融仲介機能が停止して実体経済も突然停止した。現在の銀行の混乱は大きく異なっている。深刻度でいうと2008年の恐らく10分の1だろう。次の段階として、預金を失った地方銀行による実体経済への融資制限が経済危機伝播の最初の兆候になるとみられる。その次は、中小企業に問題が生じるだろう。

Q：インフレは、経済見通しにどのように影響するのか。

A：銀行、与信またはインフレのどの状況を見ても、共通の原因に立ち返ることになる。つまり、幾つかの点で金利サイクルの扱いを間違えたことだ。第一に、2021年の大半において、インフレを一過性と特徴付けた。第二に、FRBは、インフレが一過性ではないと認めた後でさえ何の対策も講じず、2022年3月まで経済に流動性を注入し続け、インフレはその頃には年率で約7%になっていた。FRBの三つ目の間違いは、非常に短期間に集中した利上げサイクルの影響を評価するために、銀行の監督体制を強化しなかったことだ。

まるで、FRBが霧のかかった高速道路を走っていたかのようだ。FRBは霧が晴れると判断したために、減速する必要性を認めなかった。霧が晴れるどころか濃くなると理解した後でも、アクセルを引き続き思い切り踏み込み、その後急ブレーキを踏んだ。そのような運転は事故を引き起こす。

Q：どのような事故が起こるのだろうか。

A：銀行に対する信頼はまだ回復しておらず、銀行の資産の側に何が起こるかはまだ分からない。負債の側では、預金は確実なものではなくなった。銀行による金利リスクの誤った管理が、信用リスクを高めているという懸念がある。

Q：非公開市場のリスクを懸念しているか。

A：金利が大幅に変動するたびに、新しいことが分かる。コロナ禍に伴い、英国では負債対応投資の問題が浮上し、年金制度の閉鎖一步手前までいった。商業用不動産の問題も表面化した。これまでに監督と規制を逃れてきた銀行以外のセクターをわれわれは懸念している。

Q：投資家にとっての意味は。

A：米国債2年物利回りは、過去1カ月に5.08%から3.58%へ低下して、その後3.87%に反発した。FRBは金利を維持しようとしているはずだが、わずか1カ月で大幅に変動している。米国経済のコンセンサス予想は過去6カ月で、ソフトランディングからハードランディングへ、さらにノーランディングへ変化した後で、ハードランディングへ戻った。

FRBの政策見通し



Photograph by Kemka Ajoku

Q：FRBが金利をどうすべきかについては、あなたはタカ派的だった。FRBはさらにどの程度利上げする必要があるのか。

A：難しい質問だ。最良の状態から抜け出してしまえば、良い解決策はない。何をしても、巻き添え的な被害や予期せぬ結果が伴う。今回のインフレ対応は、単に経済成長対インフレの問題ではなく、インフレ対経済成長対金融の安定性の問題であるため、FRBによる最大の過ちの一つとして歴史に残るだろう。

最も悪くない選択肢は、利上げを控え、金利の行き先について市場に対して誠実になることだ。FRBは一貫したコミュニケーションを必要としている。パウエル議長の就任以降、連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見の日における株式市場のボラティリティは、イエレン前議長時代と比較すると3倍だ。それは、パウエル議長がシナリオを守らないためだ。

Q：FRBの2%のインフレ目標は、硬直的過ぎるか。

A：第3四半期末までに、FRBは次のような状況に直面するだろう。インフレが4~5%の水準で高止まりする中で、2%の目標を維持して利上げによって経済を崩壊させるか、供給が不足していることを認めてインフレ政策を再考すべきなのか迷うという状況だ。その時点での選択肢は、市場を欺くこと

だ。2%のインフレ目標を維持し、3~4%のインフレが安定的かどうかについて様子見とする。3~4%のインフレが安定的になれば、FRBはインフレ目標を調整できる。

■ 脱グローバル化

Q：供給が不足している理由は。

A：第一の理由は、ニアショアリング（近隣国へのアウトソーシング）を伴うグローバル化の変化で、地政学的理由によってサプライチェーン（供給網）が再構築されている。企業もサプライチェーンの多様化を望んでおり、「ジャストインタイム（カンバン方式）」から「ジャストインケース」に変化している。これは数年にわたる取り組みで、インフレ的だ。三番目の問題はエネルギーの移行で、それもインフレ的だ。さらに、労働市場の機能性や労働力不足もある。

Q：中国はこの再構築の主役で、中国経済には多大な懸念がある。あなたの見通しは。

A：中国経済の最良の時代は過ぎ去った。中国がゼロコロナ政策から回復したとしても、中国経済の重要なエンジンである世界経済にもはや力がないために、5~6%の経済成長を持続的に生み出せる原動力はない。

Q：米中関係の変化は、どの程度重要なのか。

A：それは、数十年にわたる体制の変化だ。中国に多額を投資する予定ならば、経済だけでなく安全保障にも目配せしなければならない。

Q：それは、中国以外の新興国にとって何を意味するのか。

A：それはチャンスだ。ベトナムなどはサプライチェーンを容易に吸収可能だが、すぐに能力の上限に達する。また、サプライチェーンの移転先としてうってつけの国もあるが、これらの国々は先に解決すべきことがある。例えばメキシコは、中国から移転するサプライチェーンを引き付けるために、エネルギー問題を解決する必要がある。他には、サプライチェーンの受け皿ではなく自ら参入する国もある。例えばヨルダン、繊維と履物への参入を始めている。

Q：投資家は他に何を気にすべきか。

A：非常に多様な世界では、ハイイールド債や新興国市場などの特定の資産クラスでのインデックス投資は危険だ。私はピムコに入社したときに、その教訓を学んだ。従来は、コストを抑えるためにインデックス投資を行うべきだと考えられていた。現状では、デフォルトの恐れがない、流動性が最も高い資産クラスだけにそれは当てはまる。

By Reshma Kapadia
(Source: Dow Jones)

4. 堅調な内容だった3月の雇用統計

[経済政策]

March's Decent Jobs Report Suggests One More Fed Rate Hike
5月のFOMCが最後の利上げとなるか

底堅い雇用



Spencer Platt/Getty Images

3月の雇用統計の結果を受け、米国経済がソフトランディングする確率はさらに高まった。一方、米連邦準備制度理事会（FRB）のインフレ率目標2%の達成は難しくなっている。

投資家にとって最も重要なことは、今回の雇用統計の数字から、FRBの一連の金利引き上げが5月上旬の連邦公開市場委員会（FOMC）で最後になると示唆されたことだ。もちろん、今後発表されるインフレ率や最近の銀行の経営不安の影響により、これが変わることはあるかもしれない。

労働統計局が4月7日に発表した3月の非農業部門就業者数の増加は、エコノミストが事前に予想した23万～24万人に対して、23万6000人となった。この増加数は、歴史的に見れば堅調な数字だが、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）からの景気回復期としては最も小さいものである。

同日に発表された3月の失業率は3.5%と、1月の3.4%を上回っているものの、2月からは0.1%低下した。労働力人口と就業者数がともに急増したことがその理由だ。3月の週平均労働時間は2月から0.1時間減少し34.4時間となり、パンデミック前の水準に戻った。また、平均時給は、2月から0.3%上昇し、年率3.8%の上昇を示した過去3カ月と同じペースの緩やかな上昇が続いている。

雇用統計が発表された7日はグッドフライデー（イースターの前の聖金曜日）と重なり、株式市場は休場、債券と先物は取引時間が短縮された。発表された雇用統計は、全体としてみれば良好な結果で、先週それまでに発表されていた他の労働市場指標（求人離職統計や新規失業保険申請件数など）から生じていた懸念を払拭するものでもあった。

労働市場の数字が示すもの

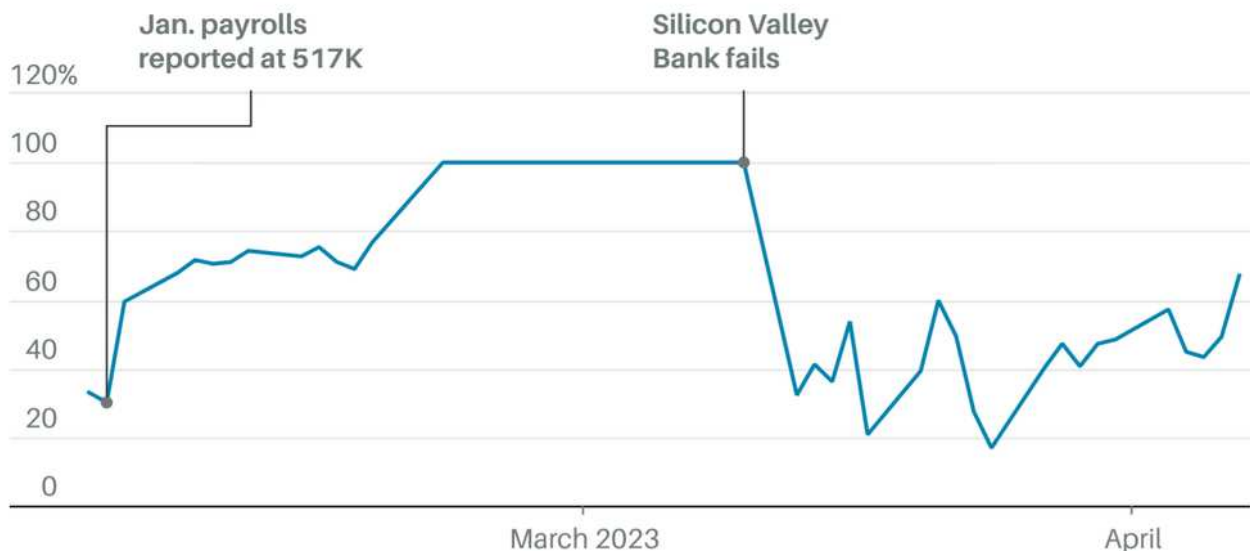
2月の求人離職統計（JOLTS）によると、失業者1人当たり1.67件の求人はあったものの、求人数が2021年5月以来初めて1000万人を下回った。新規失業保険申請件数は、予想を上回る22万8000件となったが、前の週からは1万8000件の減少となった。これらは景気減速の始まりを示唆するかのようにも見えたが、7日に発表された3月の雇用統計の数字は、依然として労働市場は引き締まっていることを示した。

ルネサンス・マクロ・リサーチのニール・ダッタ氏は、「現在は、FRBが歓迎するようなディスインフレの様相をわずかに呈している。しかし、ソフトランディングした後に、リフレの動きが生じるリスクがある」と7日のインタビューで語った。

Flip a Coin

After the good March jobs report, odds once again favored another Fed rate hike in May. But events have shown that the betting could shift a lot by then.

Probability of at least a 5%-5.25% federal-funds rate after May FOMC meeting



Sources: CME FedWatch Tool; Bianco Research

グリーン・キャピタルのジョン・ライディング氏とコンラッド・デクアドロス氏は、「今のところ、労働力人口の増加が増大する求人需要を満たしてきた。昨年11月以降、仮に労働参加率が横ばいで推移し、雇用がこれまでのペースで拡大したとすれば、失業率は3.6%ではなく2.9%へと低下していただろう。もちろん、労働力人口の増加がなければ、雇用者数がこれほど急速なペースで増加することはなかったはずだが、それは今まで雇用が持続不可能なペースで増加していたということだ。労働力人口の増加により、平均時給の前年比の上昇率は11月の5.7%から5.1%に鈍化した。しかし、これはまだFRBのインフレ目標である2%をはるかに上回っている」と顧客向けノートでコメントしている。

一方、ダッタ氏は「短期的には、平均時給の上昇はさらに鈍化しており、今年1～3月の年率換算での伸び率は3.2%となっている。生産性が1%のペースで伸びていると仮定すると、賃金の伸び率はFRBの目標と一致する2%のペースとなる。この数字はしばらく見たことのないものだ」と付け加えた。

5月のFOMCで追加利上げはあるか

ダッタ氏は、「FRBは引き締めバイアスを継続するはずだが、最近の地方銀行の問題がもたらしている不確実性に鑑み、5月2、3日のFOMCで利上げを休止し、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標を現在の4.75～5.00%で維持するだろう」と考えている。一方、CMEのフェドウオッチによれば、FF金利先物市場は0.25%の引き上げを見込んでいる。

ビアンコ・リサーチのチャートが示すように、3月のシリコンバレー銀行（SVB）の破綻以来、FRBの政策金利の予想値は大きく変動しており、金利上昇が銀行融資に与える影響への懸念から、引き上げ幅の予想は0.5%から0.25%へと変わった。

銀行の経営不安が落ち着くにつれ、5月のFOMCで5.00～5.25%へFF金利が引き上げられるとの予想が

再び出始めている。しかし、決定はまだ数週間先であり、12日に発表される3月の消費者物価指数をはじめ多くの経済指標の発表が控えている。3月の雇用統計の結果も、FRBと金利市場の間の乖離を解決するにはあまり役に立たなかった。

パウエルFRB議長は、あと1回利上げを行い、年末まではFF金利の誘導目標の中央値を5.10%で維持するという方針を堅持している。しかし、市場は、2024年の大統領選挙を控えた景気減速に対応するため、FRBは早ければ7月に利下げを開始し、12月までに計3回の利下げを行い、FF金利の誘導目標は4.25~4.50%になると予想している。この場合、FRBの一連の急速な利上げの後でも物価と賃金が高止まりしたままであれば、スタグフレーションに陥る可能性がある。

By Randall W. Forsyth
(Source: Dow Jones)

5. FRBの政策転換を待つリスク

[米国株式市場]

Tired of Waiting for the Fed to Pivot? Try This Move Instead.

今はディフェンシブな姿勢を保つべき

市場は金融政策の転換を先に織り込む



Courtesy of NYSE

投資家は、米連邦準備制度理事会（FRB）が金融政策を反転させるのを待ちきれないでいる。だが、イースター前の満月に照らされた先週の株式市場の動きは、投資家がもう少し待つ必要があることを示しているようだ。

先週の主要株価指数を見ると、S&P500指数は0.1%下落して4105.02となった。ダウ工業株30種平均は0.6%高の3万3485ドル29セントとなり、ナスダック総合指数は1.1%安の1万2087.96で引けた。小型株のラッセル2000指数は2.7%と急落し、1754.46で週末を迎えた。株式市場は

動きがほとんど見られなかったのに対し、弱めの経済指標を受けて債券投資家の間に景気後退懸念が広がったため、債券利回りは週の前半に低下した。

株式市場には将来を織り込むメカニズムがあるとされているが、S&P500指数が予想利益の18倍の水準にあることから考えると、景気後退の可能性を受けた株式投資家の水晶玉には、FRBの金利の引き上げではなく、引き下げ時期が映し出されているように見える。

だが、この状況は少なくとも短期的には危ない考え方かもしれない。7日に発表された3月の雇用統計では非農業部門就業者数は前月から23万6000人増加し、複数の産業で増加が見られた。この増加ペースは、過去2年以上で最も遅いものだったが、FRBが1年間にわたり景気を鈍化させようと努めてきたにもかかわらず、労働市場が健全であることを示すものだった。この発表を受けて、米10年国債の利回りはFRBの利上げがまだ続くとの見通しから、3.39%までやや上昇した。

実際、雇用統計が7日に発表される前にクリーブランド連銀のメスター総裁は、金利は「少し高くなる」必要があると警告していた。

慎重になるべき今回の決算発表シーズン

最近の市場の動きを見ると、投資家は古くからの格言に逆らい、FRBと闘っているように感じられる。

フェデレーテッド・ヘルメスのチーフ株式市場ストラテジストであるフィリップ・オーランド氏は本誌に「市場はFRBを信じておらず、FRBと完全に逆の方向を織り込んでいるようだ」と語る。オーランド氏は、市場の長期的な見通しに関しては楽観的だが、経済の方向性がより明確になるまで「守りを固める」ことを推奨している。すなわち、現金、債券、そして経済活動が停滞しても安定した需要が見込めるバリュー株である。

Market Snapshot



混乱と株価の大きな変動が見込まれる決算発表シーズンを前にして、こうした警戒感は理にかなっていると言えそうだ。S&P500指数採用企業の中で第1四半期の決算に関して既にネガティブな事前の発表を行った企業は現在81社で、ポジティブな発表を行った企業は26社だ。リフィニティブの1997年まで遡れるデータを使って両者の比率の平均値を計算すると2.5倍だが、現在の比率はそれを上回っている。また、現時点で第1四半期の利益は前年同期比で5.2%減少すると予想されている。

14日のJPモルガン・チェース<JPM>などを筆頭に、銀行が決算を発表する最初のセクターとなる。シリコンバレー銀行とシグネチャー銀行の最近の破綻を受けて、銀行セクターに対する期待値は低い。オーランド氏は、この数カ月の間に人員削減の発表が相次いだためコスト削減と見通しの引き下げ具合が話題の中心になりそうだと言うが、これは少なくとも投資家が興奮するような内容ではない。

ウォルフ・リサーチのチーフ・インベストメント・ストラテジストであるクリス・セニェック氏は「今回の決算発表シーズンは精彩を欠いたものになりそうだ。リスクを冒す理由はない」と本誌に語る。年初からS&P500指数は6.9%、ナスダック総合指数は14.6%上昇したが、セニェック氏は懐疑的で、特に値上がり銘柄数が少なくなっている点に注目している。また、地銀の株価は今年27%下落しており、FRBと財務省が金融システムへの信頼を回復させようと努力しているにもかかわらず、反発力は弱いまだだ。

セニェック氏は「市場が上昇するには、銀行株が先導しなければならない」と言う。セニェック氏は、ヘルスケア、生活必需品、公益事業に投資機会を見だし、ディフェンシブな投資姿勢に徹することを提案する。

増配企業に注目

ウォール街にはセクター別のアプローチではなく、優良企業だけに注目して選ぶ投資家もいる。CIBCプライベート・ウェルス・マネジメントの最高投資責任者（CIO）のデーブ・ドナベディアン氏は、最近の市場の混乱の中でも増配を実現した企業に注目している。増配は、単に高配当を維持するよりも企業の強さを証明していると考えられるからだ。

ここ数週間で配当の引き上げを発表した企業には、運輸大手のフェデックス<FDX>、飲料大手のコンステレーション・ブランド<STZ>、半導体製造装置のアプライド・マテリアルズ<AMAT>、百貨店チェーンのTJX<TJX>などがある。

ドナベディアン氏は、「企業の質の指標としては配当利回りよりも配当成長率の方が優れている」と言う。

しかし、悪いニュースばかりではない。ドナベディアン氏とオーランド氏は、今は株式市場に対して慎重な見方をしているが、金融政策の遅効性に加えて、銀行が資本を節約して融資基準を厳しくしていることから、今年後半に経済が減速し、FRBが実際に金融政策を反転させるだろうと予想している。

そうであれば、少なくともFRBと闘う必要はないはずだ。

By Carleton English
(Source: Dow Jones)

6. 新車も中古車も価格高騰、ディーラー銘柄への影響は New Car Prices Are Shocking. Used Ones Are Worse. サプライチェーン問題が解消しても先行き不透明

[投資戦略]

中古車価格は2年半で35%上昇



Spencer Platt/Getty Images

私の愛車は株式市場をアウトパフォームしているようだ。マス向けの中型スポーツ用多目的車（SUV）で、2020年9月にリースを開始した。そう、リースである。修理の手間と、子どもがシートレールに落としたポテトフライを取り除くのが面倒なので、3年ごとに新車に乗り換えるようにしている。

リース条件は、購入価格4万ドル、返却時の残価設定2万6000ドルを前提としており、希望すれば残価を支払って車を購入することができる。走行距離の割り当てを大幅にオーバーしている

分は、返却時の価値から差し引かれるはずだが、一方で、全く同じ型の走行距離の長い中古車が3万3500ドルで売られているのを見かける。この価格があと数カ月維持されれば、私は購入オプションで29%得することになる。これは、S&P500指数の同期間のリターンを2ポイント上回っている。

私は決してウォーレン・バフェット氏の車版ではない。それどころか、ベンチマークを下回っている。マンハイム中古車価値指数は2020年9月以降35%上昇している。昨年末に下がり始めたが、今年は再び上昇している。その要因は少し変化してきている。

当初は半導体不足を受けて自動車生産が急減し、他の選択肢を失った買い手は中古車に目を向けた。現在はボトルネックが緩和され、在庫が増えつつあるが、自動車メーカーは慎重な姿勢を崩していない。自動車業界は潤沢な利益率に慣れてしまっており、融資金利も大幅に上昇しているため、需要の先行きは不透明だ。

一方、ファイナンス会社は中古車価格が暴落した場合を想定し、残価を過大に見積もることを嫌うため、リースは人気を失っている。また、リースを利用しているドライバーの多くは、私と同様有利な条件に直面し、車を返却する代わりに買い取っている。そのため、中古車販売店への供給が減少し、オークションではディーラーが価格をつり上げている。また、レンタカー会社との競争も増えている。レンタカー会社は通常であれば新車を購入するが、メーカーが利益率の低い車種の生産を停止しているからだ。

長引く価格の高止まり

総合的に見て、買い手は苦境に立たされている。政府のインフレ統計によると、新型車の価格は2020年9月以降21%上昇している。私の車の場合も、似た機能を持つ新型車は、現在4万8000ドルで売り出されている。つい最近まで、この価格はちょっとした贅沢のように感じられただろうが、自動車情報サービスのエドモンズによると、これは先月の新車の平均販売価格とほぼ同じだ。

エドモンズは先週のレポートで、2万ドル未満の車は「ほぼ絶滅」しており、次には2万5000ドル未満の車がなくなると書いている。先月販売された新車のうち、3万ドル未満の車は17%と、5年前の44%から大きく減っている。

価格が今後落ち着くとしても、時間はかかりそうだ。米国の新車在庫は先月183万台と、1年前に比べて約73%増加した。しかし、コロナ以前の在庫は350万台を超えていた。調査会社スティーブンスで自動車業界のアナリストを務めるダニエル・インブロ氏は、「在庫水準が完全に回復するのは2024年以降になるだろう」と指摘する。

コロナ禍で大もうけした中古車販売チェーンも、今では控えめに見える。カーマックス<KMX>が11日に発表する第4四半期決算では、ウォール街は既存店売上高を11.9%減と予想している。前四半期の22.4%減よりはましだが、良いとは言えない。カーマックスの株価は1年で34%下落している。この先4四半期の利益に基づく予想PER株価収益率（株価収益率PER）は23倍、状況の平常化が進むと想定されるその後の4四半期では18倍となっている。

スティーブンスのインブロ氏は、中古車販売チェーン全般に対して強気ではない。今年後半は価格が高止まりを脱する可能性があるものの、インブロ氏は「急激な下落はないだろう」と述べる。情報サービスのエクスペリアンによると、最近の中古車ローン金利は、全購入者の平均が10.3%、信用情報が良好なプライムクレジットを持つ購入者の平均が7.8%となっている。このことも購入の妨げとなり、販売台数の減少につながるだろう。

■ 新車ディーラーとアフターサービスはおおむね好調

新車販売店の方が、状況は良く見える。在庫が限られているためショールームの仕入れコストが抑えられ、値引きの必要がほとんどないため、1台当たりの利益が増加している。各社の株価は最近明らかに上昇しているが、PERはまだ低い。新車ディーラーが過剰な利益を得ているのかどうかについては、「論争がある」とインブロ氏は述べる。インブロ氏が好むのは、高級車の比率が高く、生産拡大を急ぎ過ぎそうなメーカーとの取引が限られていて、経済的に活気のある地域に販売拠点があるディーラーだ。それに該当するグループ・ワン・オートモーティブ<GPI>の予想PERは5.6倍、アズベリー・オートモーティブ・グループ<ABG>は6.3倍、ペンスキー・オートモーティブ<PAG>は8.6倍となっている。

車の保有期間が長くなっていることで、部品やサービスを扱うチェーン店も潤い続けることができる。その幸運は株価に反映されており、オライリー・オートモーティブ<ORLY>の予想PERは22.7倍、オートゾーン<AZO>は18.2倍となっている。

私自身も、シートレールに落ちたポテトフライを取り除くコツさえ誰かに教えてもらえれば、近いうち購入に踏み切る可能性がある。まだ決めかねているが、リースの買い取り価格と中古車市場との実質7500ドルの価格差は、見過ごすには魅力的過ぎるかもしれない。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

7. 超富裕層も浮足立つ。ヘッジファンドのイライラはなぜ？ The Super Rich Get Jumpy, Too. Why Hedge Funders Are on Edge. 急激な金利上昇と銀行破綻はリッチ層にもやっかい

[コラム]

リッチな世界はすべて正しく見えた



Spencer Platt/Getty Images

それは、この心地良いリッチな世界がすべて正しいことを示すマンハッタン社交界のパーティーだった。ニューヨーク市青少年の放課後活動を支援する非営利団体、ザ・ボーイズ・クラブ・オブ・ニューヨークの年次昼食会は、ウォール街の大御所にしてヘッジファンド「タイガー・マネジメント」の創業者である故ジュリアン・ロバートソン氏とジョシー夫人の60年以上にわたる支援への敬意を表する場だった。4月4日、パークアベニュー583番地で催されたこの昼食会では約250万ドルの寄付金が集まった。

ロバートソン氏の弟子で、「タイガー・カブス（虎の子供たち）」と呼ばれる人々によるパネルディスカッションが開かれた、彼らは世界で最も著名なヘッジファンドマネジャーの一員でもあった。モデレーターを務めたジョン・グリフィン氏（ブルーリッジ・キャピタル創業者）と、パネリストのリー・エインズリー氏（マーベリック・キャピタル創業者）、チェイス・コールマン氏（タイガー・グローバル創業者）、ロバート・ピッツ氏（ステッドファスト・キャピタル創業者）といった面々である。

誰も傷には触れない

グリフィン氏の尋ね方は穏やかだったが、それでもなお、語られなかったことは少なくなかった。例えば、壇上あるいは会場にいたカブスの多くが、異常な経済状況や昨年の苛烈な株式市場の打撃による傷を癒していること、特にかつて隆盛を誇ったコールマン氏の場合、旗艦ファンドが昨年約50%の損失を計上し、400億ドル近い運用資産の減少につながったことなどが挙げられる。

16歳のボーイズ・クラブのメンバーから、どの株を買えばいいかと聞かれたコールマン氏は、「テクノロジーがまた面白くなっている」と応じ、FAANGを買うように勧めた。FAANGとは、メタ<META>（旧フェイスブック）、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、動画配信大手のネットフリックス<NFLX>、グーグル親会社のアルファベット<GOOGL>である。

足元の環境は厳しいことだらけ

パーティーに出席していたウォール街幹部の配偶者たちを飾る、デザイナー服の数々に惑わされてはいけな。第1四半期に株価が回復したとはいえ、足元の環境は舵取りが容易になったと言えるものではない。急激な金利上昇と直近の銀行セクターの破綻は、一般市民のみならず、世の支配者にとってもやっかいなものとなっている。

ミッドタウンの高層ビルで始まった即席の座談会で支配者グループと話すと、彼らの世界が実は全く

正しくないことが分かる。「マンハッタンのミッドタウンの商業不動産、つまりオフィス市場は地に落ちている」と、ニューヨークの大手不動産ファミリーの御曹司は言う。「あのビルも、そのビルも、あっちも」と窓の外を指差しながら、「空室が見えるし、良くなってもいない」と語った。在宅勤務、レイオフ、金利上昇、住宅ローン借り換えの期限切れなどが影響している。ウェルズ・ファーゴが4月3日週に発表したリポートによると、オフィスビルのキャップレート（収益率とリスクの指標）は第4四半期に6.1%から6.9%へと急上昇した。ウェルズ・ファーゴのシニアエコノミスト、チャーリー・ドーティ氏は、「われわれの見方では、不動産の評価はさらに低下する」と書いている。

銀行セクターはまだ整理が必要

米国の銀行セクターについては、まだ整理が必要なことは間違いない。3月に発表された学術論文「金融引き締めと2023年の米銀の脆弱性：時価評価による損失と保護対象外の預金者の離散？」は、186の銀行が「最近の金利上昇に対する資産のエクスポージャー」のために、「保護対象預金者に対する、減損損失の潜在リスクを抱えている」と警告する。そして何が起きたか。こうした問題は消えていないのだ。銀行の不安は最悪期を脱したとしても、3月中旬がいかに危険だったかは、今まさに明るみに出ているところだ。ニューヨーク地区連邦住宅貸付銀行が4月4日に発表した報告書は、あまり知られていないものだが、見てみよう。「2023年3月10日、ごく普通の静かな金曜日の朝が始まり、いつも通り取引量も少なかった…だが午後の早い時間帯には、一気に全国的な流動性危機が訪れた。」そして、13日からの週は、「2008年の金融危機以来、経験したことのない市場ボラティリティ」と特徴づけられている。連邦住宅貸付銀行制度は、この週に流動性確保に向け、過去最高となる3040億ドルの債務を発行した。

規制強化による効果は限定的

一方、米銀大手のJPモルガン・チェース<JPM>のジェイミー・ダイモン最高経営責任者（CEO）は、膨大な量（約1万7500語）で、通常よりも注目を集めた株主宛ての年次報告書で、規制を急ぐ議員に警告を発し、シリコンバレー銀行（SVB）の問題（「金利のエクスポージャー、満期保有目的のポートフォリオの公正価値、SVBの預金保険適用外の預金額」）は、「目に見えないところに隠れている」と指摘した。しかし、ダイモンCEOは、「未知のリスクは、SVBの3万5000超の法人顧客が少数のベンチャーキャピタル（VC）によってコントロールされており、こうしたVCが法人顧客を一斉に動かし、預金も一斉に移動することだ」と指摘した。（筆者注：最近の規制強化によって、こうした動きの今後の展開に違いが出るとは考えにくい）

筆者の理解では、ダイモンCEOはどんなに規制を強化しても、人間は意図的であろうとなかろうと、過ちを犯し、トラブルに巻き込まれることを予測したり、軽減したりすることはできない、と指摘している。そして、そうした指摘からジョン・メイナード・ケインズと彼の考案した「アニマル・スピリット」という概念について考えさせられた。すなわち「われわれが何か積極的なことをしようと決断するとき、その結果のすべてがこれから何日もかけて顕在化していくことになるが、そのほとんどは、アニマル・スピリットと、つまり、不活動より活動に駆り立てる人間本来の衝動の結果としてのみ行われるのであって、定量化された利益と定量化された確率をかけた加重平均の結果として行われるのではない」ということだ。

つまり、われわれ人間は非合理的な行動をとるので、芸術の世界、そうウォール街でさえも創造力が爆発するのだが、それが必然的に資本市場の過度な上昇と銀行の暴走を引き起こすのだ。すなわち、

規制強化による効果には、恐らく限界があるということを意味する。しかし、そうだからといって、われわれはこうしたアニマル・スピリットを飼いならすことはできないのだろうか。

銀行幹部への報酬支払い方法でリスクテイク姿勢を変えられるか

筆者は最近、女性向け投資プラットフォームであるエレベストの共同設立者兼CEOであるサリー・クロウチェック氏に、最近の銀行のトラブルに関して、この疑問を投げ掛けた。クロウチェック氏にとって、これが初めてのロデオではない。クロウチェック氏は以前、サンフォード・バーンスタインの銀行担当アナリスト兼調査部門の責任者を務め、その後、金融大手シティグループ<C>傘下のスミス・バーニーのCEO、シティグループの最高財務責任者（CFO）、ウェルス・マネジメント部門の責任者を経て、メリルリンチ・ウェルス・マネジメントとUSトラストがバンク・オブ・アメリカ（バンカメ）<BAC>の一部となった以降、同部門を率いた。

クロウチェック氏は、部分的な解決策として、報酬に注目することも考えられると指摘する。「銀行はレバレッジの効いたリスクの塊であり、銀行は経営幹部には株式で報酬を支払うべきだ。もし、あなたが株式で報酬を得ているのであれば、通常、株価が値上がりするようにもっとリスクを取りたいと思うはずだ。そして一般的には、そうすることで経済が成長し、信用が高まり、企業が立ち上がることから、それ自体は正しいことといえる。しかし、われわれがこれまで見てきたように、経済が成長し、信用が高まり、企業が起業するまでの間、あるいは何か大きな下降局面に至るという状況では、そのようなことはない。代わりに、銀行業は公益事業の一形態として、銀行幹部への報酬の一部を債券で支払うとしたらどうだろうか。そうした場合、あなたのスタンスは、得られるのは1ドルにつき100セントだけだから、リスクはあまり取らないようにしようということになるだろう。筆者なら、下降局面の中で対照的に固定報酬を守りたいと考える。つまり、報酬の支払い方法を根本的に変えることで、企業のリスクテイクを根本的に変えることができるのではないか。

クロウチェック氏の提案する解決策が法制化されるとは到底思えない。仮に法制化されたとしても、狡猾な銀行家はジャンク債の発行でリスクとリターンのギャップをうまく埋めることができると考えるだろう。

FRBの考えていること

筆者は、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は、信用収縮サイクルの進み方に満足しているのではないかと考えている。結局のところ、12カ月の間にフェデラルファンド（FF）金利誘導目標を0.08%から4.83%に引き上げることは、特に脆弱（ぜいじゃく）な金融機関の卵を割ることになることを無視して行うことではないからだ。

銀行家に融資に対する姿勢を変えさせ、企業の事業拡大を阻害し、雇用を減少させ、消費者の手に渡る現金を減らし、消費を抑えさせ、物価を下落させる。それがパウエル議長の考えていることなのではないだろうか。その過程で、一部の鼻息の荒いヘッジファンドや特異な銀行が破綻しても、システムリスクにつながらない限り、そのような破綻は許容されるだろう。しかし、議長はチェイス・コールマン氏が10代の若者に今すぐハイテク株を買え、と言ったことをどう思うだろうか。

これは現在進行形の問題であり、すぐに解決することはないだろう。われわれはまだ誰も笑っていない。お金持ちの人たちでさえも。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

8. 暴落したREITを試し買いする時期

[インカム投資]

REITs Are Battered. It Could Be Time to Nibble on a Few.

REIT底入れに必要な条件と候補銘柄

■ 昨年の大暴落から回復しつつあるREIT市場



Patrick T. Fallon/AFP/Getty Images

不動産投資信託（REIT）で利益を得ることはしばらくの間、難しかった。昨年は、インフレ抑制のために米連邦準備制度理事会（FRB）が積極的に金利を引き上げたこともあり、インカムを生む資産が打撃を受けたため、時価総額320億ドルの上場投資信託（ETF）のバンガード不動産ETF＜VNQ＞は配当込みでマイナス26%のリターンとなった。

今年に入ってからREITのリターンは少し改善しているが、バンガード不動産ETFで0.2%ほど上昇しただけであ

り、投資家は慎重になるべきだ。モルガン・スタンレーの米国REIT責任者のロナルド・カムデム氏は、「リスクの多くが織り込まれたと感じるまでには、まだ10～15%程度の下落の可能性がある」と見ている」と指摘する一方、いくつかの個別対象には投資機会を見いだしている。

カムデム氏は、リスクがREIT市場全体に反映されるには、次の三つの要因が完全に実現する必要があると指摘する。1) REITの収益予想の引き下げ（ほとんどの場合、すでに起きている）、2) REITが投資する物件の優良テナントであるS&P500指数構成企業の利益予想の引き下げ（まだほとんど起きていない）、3) 民間不動産価格の下落（価格は下げ止まっておらず、さらなる下落が進むと、カムデム氏は予想している）。

しかし、すべてが悲観的なわけではない。絶好調ではないが、REITのパフォーマンスは、昨年の大暴落から少しは改善されている。FTSE NAREITエクイティREIT指数の2023年のリターンは、配当込みで0.3%だ。同じ方法で測定すると、荷主が使用する倉庫などを含む不動産を保有する産業施設REITは、平均で8%近いリターンを上げ人気を集めた。また、住宅（一戸建て）REITは6%上昇した。

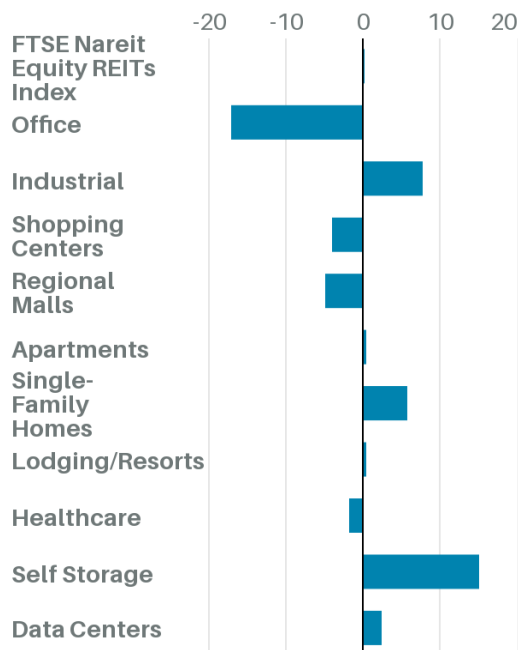
一方、オフィス・セクターは、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）に端を発した労働形態の根本的な変化により、大きな打撃を受け、今年に入ってから17%も下落している。コロンビア・スレッドニードル・インベストメンツの不動産アナリスト、ブレント・ディルツ氏は、「このセクターは、循環的ではなく構造的な逆風にさらされている。在宅勤務やハイブリッド勤務は、新たな進化の形態だ」と指摘する。

■ 相場回復には何が必要か

幾つかの明るい兆しも見えている。FRBの利上げが終了に近づいている可能性が高く、5月開催の次回米連邦公開市場委員会（FOMC）で利上げが終了するとみられる。また、REITは依然としてインカム投資家に人気だ。その大きな理由として、REITは課税所得の90%以上を株主に分配することが義務付けられており、債券のような性質を持っているからだ。それと同時に、REITは資本集約的であり、その多くは多額の負債を抱えている。そのため、FRBの利上げが一時的に停止されれば、このセクター

Headwinds

REITs performed poorly in 2022. This year, the group has shown some improvement, but some of its largest sectors remain laggards.



*As of April 5
Source: Nareit

にとっては歓迎すべきことだ。ディルツ氏は、この環境を「REITにとって循環的な底値圏」と呼んでおり、さらに「利上げの終了から時間が経つほど、アウトパフォームし始める傾向がある」と付け加えた。

FRBが実際に利下げを開始した場合、景気後退の中で、REITは恩恵を受ける可能性がある。カムデム氏は、「FRBが利上げを中止し、ハードランディングが起これなければ、REITにとって実に良いことだ」と述べ、「成長が鈍化するだろうが景気後退ではなく、資金調達コストは低下する。しかし、FRBが利下げを行い、国内総生産（GDP）が急低下する状況は、REITにとって良くないことだ」と付け加えた。

今、REITに関心のある投資家にとって、魅力のひとつはバリュエーションだ。分析会社グリーン・ストリートの米国REIT調査責任者であるマイケル・ノット氏は、上場REITは非公開市場の不動産よりも割安であると語り、REITは「足元の不動産を安く買うことを可能にする方法を提供している」と指摘する。

試し買いの候補銘柄

カムデム氏は、産業施設REITは、良好な成長機会と健全なビジネスモデルを備えており、良いポジションにあると考えている。その中の一つがプロロジス<PLD>であり、利回りが2.8%で、株価は年初から4月5日までに9%上昇した。4大陸に倉庫を含むさまざまな物流施設を所有していて、大手物流サービス会社のフェデックス<FDX>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、ホームセンターチェーンのホーム・デポ<HD>、宅配サービス会社のユナイテッド・パーセル・サービス<UPS>、小売大手のウォルマート<WMT>などがテナントとして入っている。

カムデム氏はさらに、利回りが4.3%のアグリー・リアルティ<ADC>と、同5.6%のゲーミング&レジャー・プロパティーズ<GLPI>を挙げた。

アグリー・リアルティの年初来のリターンは約マイナス5%だが、長期リースのテナントを数多く抱えている。ウォルマート、ディスカウント小売チェーンのダラー・ゼネラル<DG>、農機具小売店のトラクター・サプライ<TSCO>、ドラッグストアチェーン・ヘルスケア大手のCVSヘルス<CVS>、コンピューター・家電小売りチェーンのベストバイ<BBY>、大手ホームセンターチェーンのロウズ・カンパニー<LOW>など、景気後退期にも耐え得るテナントばかりだ。

GLPIは、全米にカジノやその他のギャンブル施設を持ち、届け出書類によれば、娯楽産業企業のペン・エンターテインメント<PENN>の旧施設を実質的に全て所有している。また、GLPIのテナントとして、カジノリゾート運営会社のシーザーズ・エンターテインメント<CZR>が名を連ねている。G

LPIの株価は、2023年に入ってほぼ横ばいだ。

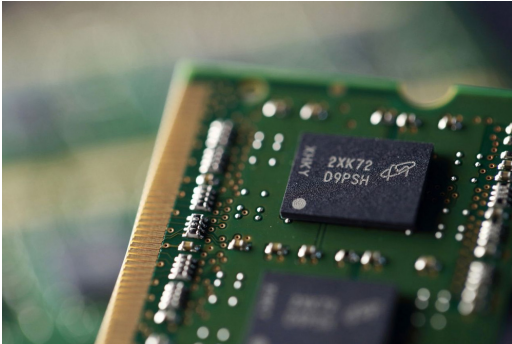
リスクを考えると、現時点でREITに全てを賭けるのは賢い選択とは言えないが、一つか二つ銘柄を検討する価値はあると思われる。ローマのように、健全な不動産ポートフォリオは一日にして成らず。

By Lawrence C. Strauss
(Source: Dow Jones)

9. ハイテク株の危機はヤマ場を越えた Big Tech Is Looking Up. Earnings Could Still Hurt. これから始まる決算発表シーズンは波乱含みに

[ハイテク]

第1四半期決算は悲惨なものになる可能性が高い



Tomohiro Ohsumi/Bloomberg

4月になり、2023年第1四半期決算発表シーズンがもうじき始まる。

ハイテク株は2023年第1四半期に大幅に上昇し、2022年の悪夢のような下げ相場はヤマ場を越えた。昨年大幅に下落した銘柄は力強く反発しており、時価総額が5000億ドルを超える大手ハイテク7社、すなわちアップル<AAPL>、マイクロソフト<MSFT>、アルファベット

<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、画像処理半導体大手のエヌビディア<NVDA>、電気自動車大

手のテスラ<TSLA>、メタ<META>（旧フェイスブック）の年初来の株価上昇率はいずれも20%以上となり、S&P500指数の7%を上回った。投資家は米連邦準備制度理事会（FRB）による金融引き締めが終了に近づいたと考えており、金利は横ばいで推移した後には低下すると予想している。そのため投資家は、第1四半期決算が悲惨なものになったとしても（ほぼ確実にそうなるだろう）問題視しないかもしれない。

ハイテク企業の決算発表がどのようなものになるかは、メモリー半導体メーカーのマイクロンテクノロジー<MU>が最近発表した決算から推し量ることができる。PCとスマートフォンの需要が低迷し、多くの顧客の在庫が過剰に積み上がったため、12～2月期の売上高は前年同期比53%減に落ち込んだ。だがマイクロンによると、顧客は在庫の問題を一掃しつつあり、業績は今後次第に改善する見通しだ。さらにマイクロンは、自動車および産業用途の成長に支えられ、アドレス可能な市場規模は2025年までに記録的な水準に達するだろうと述べた。

マイクロンの説明は第1四半期決算発表シーズンにおける共通のテーマになると筆者は考えている。状況は良くないが、短期間で改善するはずだ。問題は、状況の改善が株価にどの程度まで織り込まれているかである。うわさで買った後にニュースで売るときが近づいている可能性がある。

以下、今後数週間で答えを探すべきいくつかの重要な論点とテーマを挙げる。

ネットフリックス：加入者純増数ガイダンス打ち切りが混乱を招くかもしれない

第1四半期決算発表シーズンの口火を切るのはストリーミング動画配信サービス大手のネットフリックス<NFLX>で、4月18日に決算を発表する。ネットフリックスは2022年第4四半期以降、加入者純増数ガイダンスの提供を停止している（ただし四半期末時点の加入者総数は引き続き公表する予定）。この変更は、加入者数をめぐるサプライズと株価のボラティリティーの上昇につながる可能性がある。一方で投資家は、広告とパスワード共有の取り締まりというネットフリックスの主要な二つの取り組みの進展を示す兆候を探している。

ネットフリックスは第1四半期の加入者純増数を「小幅な」増加、売上高を4%増の82億ドル、1株当たり利益（EPS）を2.82ドルと予想している。

■ メタ：焦点は引き続き「効率性の年」

メタの株価は年初来で80%近く上昇している。最高経営責任者（CEO）のマーク・ザッカーバーグ氏が投資家の怒りをなだめ、支出を抑制すると決めたおかげだ。第3四半期決算が投資家を失望させたことを受け、メタはすぐさま従業員数を1万1000人削減し、最近になってさらに1万人を削減した。ザッカーバーグ氏は前回の決算説明会で2023年を「効率性の年」にすると宣言し、人工知能（AI）について語ったものの、かつては社名を変更するほど重要と考えていたメタバースについてはほぼ素通りした。

メタの投資家は、効率性への取り組みに関する最新情報と、それによって目下の低調な成長が加速されることを示す証拠を探している。ウォール街はメタの第1四半期売上高を前年同期比1%減と予想しており、これには広告市場の弱さが継続していることが反映されている。株主は、特にTikTok（ティックトック）の使用を禁止するという米国政府による最近の圧力を踏まえ、TikTokと競合するメタのショート動画アプリReel（リール）の収益化に関する最新情報を待ち望んでいる。

■ アマゾン：クラウド事業の成長に陰り

アマゾンとマイクロソフトの株価は年初来でそれぞれ24%、20%上昇しているが、そのけん引役はクラウド事業ではない。両社のクラウドサービス、すなわちアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）とAzure（アジュール）は引き続きクラウドコンピューティングを支配しているものの、顧客がIT予算を引き締める中でいずれもここ数四半期は成長が減速している。

調査会社IDCは先週、2023年の企業IT支出予測を5カ月連続で下方修正した。ファクトセットによると、アナリストはAWSの1～3月期の成長率が17%となり、10～12月期の20%、7～9月期の27%から減速すると予想している。一方、Azureの成長率は過去4四半期に近い順に31%、35%、40%、46%だったのに対し、1～3月期は28%と予想されている。ただしウォール街のアナリストの見立てはマイクロソフトと同様、状況はこれから良くなるというものだ。景気後退に陥るか否かにかかわらず、クラウドコンピューティングへの移行は続くだろう。

■ アップル：株主還元の拡大は確実だが、問題は成長の復活

アップルが5月の決算発表の場で増配と自社株買いプログラム拡大を発表するのはほぼ確実だ。だが投資家からは、成長は復活するのかという厳しい問いが突き付けられている。ウォール街は1～3月期と2023年通期の増収率をそれぞれ4%減、1%減と予想している。先週、アップルの受託製造者であるフォックスコン（鴻海精密工業）は第2四半期に事業が下向くと予想していると述べた。

アップルの投資家の注目点は、今秋のiPhone（アイフォン）15の発表と、その前に予想される仮想現実/複合現実応用製品の発売だ。未解決の問題は、アップルがAIをどのように活用する計画なのかということである。

By Eric J. Savitz
(Source: Dow Jones)

10. 今週の予定

[経済関連スケジュール]

Gold Is Nearing an All-Time High. Here's Why.
金価格は過去最高に迫る勢い。高騰する理由

金鉱山会社の株価上昇も予想される

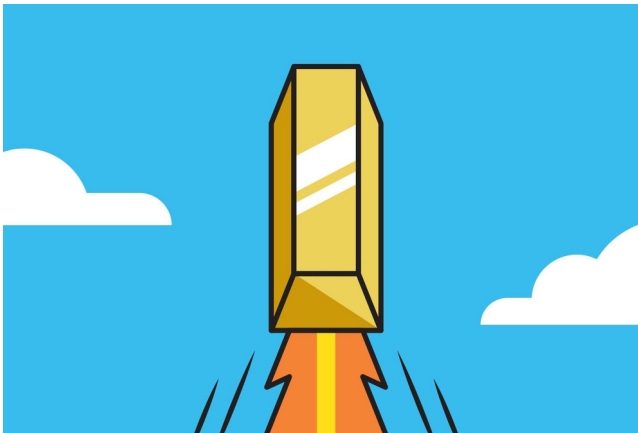


Illustration by Elias Stein

金価格が高騰している。4月3日の週には1オンスあたり2023ドル70セントへ2.8%上昇し、あと2%上昇すれば2020年に記録した史上最高値の2069ドル40セントに肩を並べるところまで来た。ここ1カ月では11%上昇しており、2022年11月に記録した最近の安値からは24%上昇するなど、最高値に届く勢いだ。

金価格は一般的に三つの要因で変動する。一つ目はドル価格で、ドルが下落すると金価格は上昇する。二つ目は債券価格で、債券利回りの低下は、利子を生まない資産の金にとっては有利

となる。三つ目はリスク回避志向で、高まると金の人気は上がる。4月4日の米国債2年物の利回りは3.8%と、3月初旬に記録したピークの5.1%から急落した。米国外の債券利回りは比較的持ちこたえており、ドルの重しとなっている。

この動きは、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ終了予想と、銀行が混乱する中での景気後退懸念を反映したものだ。今後見込まれる債務上限問題に関する駆け引きも緊張を高めている。金価格は1オンス＝2000ドルが心理的な節目だったが、4日に突破した。今後の相場は、金利と景気の動向次第だ。一方で債券利回りやドル、そしてセンチメントは金価格に有利に働いているため、上昇の余地はある。

金価格の上昇は、鉱山銘柄にも好材料となる。ニューモント＜NEM＞はここ1カ月で約20%、上場投資信託（ETF）のヴァンエック金鉱株ETF＜GDX＞は28%上昇している。金鉱銘柄は金よりも変動が激しい傾向にある。1オンス＝1500ドルでも2000ドルでも採掘コストは変わらないため、その差は利益に直結するのだ。

ここ数年、金鉱山会社は人件費、ディーゼル価格、原料価格の上昇に言及しているが、金価格の上昇は費用を吸収するのに好都合だ。このまま上昇を続ければ、金鉱山会社の株価は上昇すると予想される。

今週の予定

4月11日（火）

- ・ 食品小売りのアルバートソンズ・カンパニーズ＜ACI＞、中古車販売大手カーマックス＜KMX＞が四半期決算発表。
- ・ バイオ医療品メーカーのモデルナ＜MRNA＞がバーチャルで投資家向けカンファレンスを開催。ワクチン開発について説明を行う。

Golden Ticket

Gold mining stocks tend to mirror the increase in gold prices.

■ VanEck Gold Miners ETF ■ Newmont ■ S&P 500 Index



Source: FactSet

・全米独立事業者協会（NFIB）が2023年3月の中小企業楽観度指数を発表。コンセンサス予想は89.9で、2月から約1ポイント低下。中小企業経営者は労働力の確保に苦戦しており、同指数は過去平均を大幅に下回る。2月には、求人を補充するのが難しいと回答した中小企業経営者は47%と、非常に高い水準だった。

4月12日（水）

- ・総合石油エネルギー企業コノコフィリップス＜COP＞は2023年のアナリストおよび投資家向け説明会を開催。
- ・米連邦準備制度理事会（F R B）が3月下旬に行われた連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨を公表。
- ・カナダ中銀が金利政策を発表。短期政策金利を4.5%に据え置くと予想される。同行は2022年3月から4.25%の利上げを行なっているが、トレーダーは、これが今回の利上げサイクルのターミナル（ピーク）としてすでに織り込んでいる。
- ・米労働省労働統計局（BLS）が3月の消費者物価指数（CPI）を発表。エコノミストによるコンセンサス予想は前年同月比5.2%上昇（2月は同6.0%上昇）。変動が大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは同5.6%の上昇予想（2月は同5.5%上昇）。FOMCは、サービス価格（住居費を除く）のインフレ減速が必要と強調している（2月は6.1%）。

4月13日（木）

- ・航空大手デルタ航空＜DAL＞と工業用金具メーカーのファスナル＜FAST＞が決算コンファレンスコールを開催。
- ・BLSが3月の卸売物価指数（PPI）を発表。エコノミスト予想は前年同月比3.1%上昇（2月は4.6%上昇）で、2021年2月以来最低の水準となった。変動の大きい食品とエネルギーを除くコアPPIは同4.3%上昇（2月は4.4%上昇）。

4月14日（金）

- ・ 第1四半期決算発表の開始。シティグループ＜C＞、JPモルガン・チェース＜JPM＞、ウェルズ・ファーゴ＜WFC＞が取引開始前に決算発表。3月起きた大きな動きを受け、銀行のバランスシートと債券ポートフォリオは大きく注目されることになる。
- ・ 資産運用大手ブラックロック＜BLK＞、大手地方銀行PNCファイナンシャル・サービス・グループ＜PNC＞、医療保険会社ユナイテッドヘルス・グループ＜UNH＞が四半期決算発表。

By Nicholas Jasinski
(Source: Dow Jones)

『バロonz・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

大和証券入社後1986年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー（現UBS）証券を経て2000年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロonz・ダイジェスト』 2023/04/09

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信 : 時事通信社

編集

THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト

TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様） : barrons@grp.jiji.co.jp

（ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください）

※当誌は、株式会社 時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※図・表・データの無断使用を禁止します。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロonz編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2023 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます